

# **Die ECU als Bezugsgröße und Reserveinstrument im EWS**

Von Wolfgang Rieke, Frankfurt a. M.

## **I. Vorbemerkungen**

Der Europäische Rat verständigte sich am 6./7. Juli 1978 in Bremen darüber, daß eine stabile Währungszone in Europa ein sehr wünschenswertes Ziel sei, und nahm für die Mitgliedstaaten der Europäischen Gemeinschaft ein dauerhaftes und wirksames System für eine engere währungspolitische Zusammenarbeit in Aussicht. Am 5./6. Dezember 1978 verabschiedete er die Grundzüge des neuen Europäischen Währungssystems (EWS). Dieses ist am 13. März 1979 — rund 2 1/2 Monate später als geplant — in Kraft getreten.

Im Zentrum des EWS steht die Europäische Währungseinheit, die sog. ECU („European Currency Unit“). Sie ist in ihrem Wert und ihrer Zusammensetzung zu Beginn des Systems identisch mit der bereits 1975 eingeführten Europäischen Rechnungseinheit (ERE). Diese ist — ähnlich dem Sonderziehungsrecht des IWF (SZR) — durch einen Währungskorb definiert, der feste Beträge der Währungen der Mitgliedstaaten enthält. Im EWS übernimmt die ECU die Funktion, die die Europäische Währungsrechnungseinheit (EWRE) im bisherigen „Schlange“-System hatte. Die EWRE diente — wie schon in der Bezeichnung zum Ausdruck kommt — als Verrechnungsgröße in den Währungsbeziehungen in der Gemeinschaft, insbesondere im Europäischen Wechselkursverbund. Die ECU erfüllt im EWS erheblich weiterreichende Funktionen als

- Bezugsgröße („Numéraire“) für die Wechselkurse,
- Indikator für Wechselkursabweichungen,
- Rechengröße für Forderungen und Verbindlichkeiten im EWS,
- Reserve- und Zahlungsmittel der EG-Zentralbanken.

Die Ausgestaltung der ECU im einzelnen war bei den Vorarbeiten für das EWS Gegenstand heftiger Diskussionen. Diese bezogen sich einmal auf die Definition der ECU, zum anderen auf die Konsequenzen, die sich

aus der zentralen Rolle der ECU als Bezugspunkt für die Leitkurse der Teilnehmerwährungen („Numéraire“) und der davon abgeleiteten Indikatorfunktion sowie als Reserveinstrument im EWS ergeben. Das vor Errichtung des EWS diskutierte Für und Wider bestimmter alternativer Vorschläge und Lösungen soll im folgenden nochmals zusammenhängend dargestellt werden<sup>1</sup>. Dadurch soll das Verständnis und die Beurteilung der schließlich für das EWS getroffenen Regelungen, die inzwischen als bekannt vorausgesetzt werden können<sup>2</sup>, erleichtert werden. Die behandelten Probleme haben zum guten Teil auch mit dem Inkraftsetzen des EWS an Aktualität nicht verloren.

## II. Grundlegende Fragen zur Ausgestaltung der ECU

Obwohl schon das Bremer Kommuniqué in einer Fußnote vorsah, daß die ECU in ihrer Definition der ERE entspricht, wurde die Frage diskutiert, wie der ECU-Währungskorb konstruiert werden soll. Folgende Alternativen standen zur Verfügung:

- (1) Bei einem reinen Standardkorb, wie er der ERE (und auch dem SZR) zugrunde liegt, bleibt der mengenmäßige Anteil jeder Währung im Korb stets konstant. Jede Leitkursänderung hat daher eine Änderung des (relativen) Korbgewichts aller im Korb enthaltenen Währungen zur Folge.
- (2) Bei einem anpaßbaren Korb („adjustable basket“) wird dagegen im Falle einer Leitkurskorrektur die Menge der betreffenden Währung entsprechend verändert, so daß die Korbgewichte der einzelnen Währungen unverändert bleiben.
- (3) Bei einem revidierbaren Standardkorb („revisable basket“) werden die Korbgewichte und entsprechend auch die mengenmäßigen Anteile der Korbwährungen periodisch überprüft und ggf. der Entwicklung der wirtschaftlichen Daten angepaßt, die bei der Festlegung der Korbstruktur zugrunde gelegt wurden.

---

<sup>1</sup> Diesen Ausführungen liegt ein Vortrag zugrunde, der am 23.11.1978 in englischer Sprache im Rahmen eines Symposiums des „Institut Universitaire International Luxembourg“ zum Thema „Die Verwendung von Rechnungseinheiten in internationalen Wirtschafts- und Finanzbeziehungen“ gehalten wurde. Der Verfasser vertrat dort seine persönliche Meinung.

<sup>2</sup> Vgl. das Europäische Währungssystem, in: Deutsche Bundesbank, Monatsberichte, März 1979, S. 11 ff.

Die Wahl eines bestimmten Korbtyps konnte nicht nur nach technischen Gesichtspunkten erfolgen; die Definition des Korbes und vor allem die Regeln für dessen Anpassung haben nämlich auch erhebliche Konsequenzen für währungspolitische Entscheidungen. Bei Verwendung eines Standardkorbes macht die Änderung des Leitkurses einer Währung eine gleichzeitige Änderung auch der Leitkurse der übrigen Mitgliedwährungen notwendig. Eine Leitkursänderung ist somit nur im Rahmen eines Realignments möglich, das alle Korbwährungen einschließt. Die Initiatoren des EWS erhofften sich dadurch eine Entdramatisierung der Wechselkursanpassungen: Ein Realignment sei problemloser durchzuführen als mit Emotionen belastete Ab- und Aufwertungen einzelner Währungen.

Einige Mitgliedstaaten neigten aus den entgegengesetzten Gründen mehr dem Konzept des „adjustable basket“ zu. Sie sahen einen Vorzug darin, daß bei der Leitkurskorrektur einzelner Währungen die Korbgewichte und damit auch die Leitkurse der übrigen Mitgliedwährungen unberührt bleiben. Da sich aber bei Leitkursänderungen die Menge der jeweils auf- bzw. abwertenden Währung im Korb ändern muß, würde die ECU bei jeder Leitkursänderung in ihrer Grundstruktur Veränderungen erfahren. Der „adjustable basket“ hätte somit den Nachteil, daß er für die Gesamtheit der Gemeinschaftswährungen und deren Entwicklung nicht mehr repräsentativ wäre. Außerdem würde man sich von dem Ziel einer Vereinheitlichung der Rechnungseinheiten in der EG wieder weiter entfernen, sofern das Konzept des „adjustable basket“ nicht auch auf die übrigen Bereiche der Gemeinschaftspolitik ausgedehnt würde. In diesem Falle könnten aber die Implikationen für andere Gemeinschaftspolitiken Leitkursanpassungen, die aus währungspolitischen Gründen notwendig wären, erschweren oder gar verhindern.

Eine Korbrevision der ERE ist nicht ausdrücklich festgelegt. Die für die ECU vorgesehene periodische Überprüfung der Korbzusammensetzung stellt insofern ein neues Element dar. Diskutiert wurde zeitweilig insbesondere, ob eine Korbrevision bereits zu Beginn des EWS oder erst zu einem späteren Zeitpunkt vorgenommen werden sollte. Offen ist die Frage, ob eine etwaige Adjustierung des ECU-Korbinhalts auch zu einer Änderung des ERE-Korbes führen wird. Unter integrationspolitischen Aspekten läge eine solche Parallelität nahe.

Im Zusammenhang mit Leitkursänderungen im EWS, die mit der Definition der ECU eng verknüpft sind, gab es u. a. zur Frage des Einverständnisses aller Beteiligten kontroverse Auffassungen. Kann ein



Land die Änderung des Leitkurses einer Partnerwährung verhindern, die notwendig ist, um ein Ungleichgewicht und die daraus resultierenden Spannungen im Wechselkurssystem zu beseitigen? Kann ein einzelnes Land ein anderes Land daran hindern, durch eine Leitkursänderung die unerwünschten monetären Konsequenzen umfangreicher Interventionen zu vermeiden? Bleibt in einem solchen Fall nur übrig, die Interventionen wenigstens zeitweilig einzustellen und damit aus dem System auszuscheren („opting out“)? Was geschieht, wenn ein oder zwei Mitgliedstaaten ihre Zustimmung zu einem Realignment der Leitkurse verweigern?

Zur Beantwortung dieser Fragen kann auf die mit der „Schlange“ gemachten Erfahrungen verwiesen werden. Es gab in den letzten Jahren mehrere Wechselkursrealignments, die im Zusammenwirken aller Beteiligten, d. h. einvernehmlich zustande kamen. Gelegentlich bereitete die Festlegung der Auf- bzw. Abwertungsraten zwar gewisse Schwierigkeiten. Aber letztlich ist man im Verlauf eines Tages stets zu einer befriedigenden Lösung gekommen. Allgemein muß festgestellt werden, daß zwischen Ländern, die sich an einem Multi-Währungs-Interventionssystem beteiligen, hinsichtlich der Wechselkurspolitik immer Einvernehmen bestehen muß, unabhängig davon, wie der „Numéraire“ des Systems definiert ist. Hierin zeigt sich ein wesentlicher Unterschied zu dem am Dollar orientierten früheren Bretton-Woods-System. Da der Dollar de facto Gradmesser dieses Systems war, konnten Paritätsänderungen — zumindest in einem formalen Sinne — einseitig gegenüber dem Dollar vorgenommen werden. In einem Multi-Währungs-Interventionssystem dagegen müssen Wechselkursänderungen naturgemäß immer Gegenstand einer multilateralen Aktion sein.

### III. Die ECU als Bezugsgröße („Numéraire“) des EWS

Im Zentrum der Diskussionen um das EWS standen die Konsequenzen, die sich aus der zentralen Rolle der ECU als Reservemedium und vor allem als „Numéraire“ des Wechselkurssystems ergeben. Das Bremer Kommuniqué enthielt keine Einzelheiten zum „Numéraire“; es war lediglich festgelegt, daß die ECU den Kern des Systems bilden soll. Auf dieser Basis wurden im wesentlichen zwei Grundkonzeptionen diskutiert:

- (1) Für jede Währung werden direkt in ECU ausgedrückte Leitkurse festgelegt. Diese dienen als Grundlage für die Berechnung bilateraler Paritäten (sog. Paritätengitter). Die gegenseitigen Interventions-

kurse werden in der Währung des jeweiligen Mitgliedlandes ausgedrückt.

- (2) Die Leitkurse werden direkt in ECU festgelegt und die Tageswerte der ECU schwanken innerhalb einer bestimmten Marge um den jeweiligen ECU-Leitkurs (sog. Korbsystem).

Während die zuerst genannte Konzeption deutliche Parallelen zum bisherigen „Schlange“-System aufweist, wurde mit der zweiten Alternative ein völlig neues Interventionssystem zur Diskussion gestellt. Die neue Idee war, den ECU-Wert selbst zu stabilisieren.

Gegen die Korbvariante eines ECU-Interventionssystems sprechen eine Reihe technischer und praktischer Gründe. Die Zentralbanken müßten ununterbrochen den ECU-Wert ihrer eigenen Währung ermitteln, um Abweichungen über die zugelassene Schwankungsbreite hinaus durch rechtzeitige Interventionen zu vermeiden. Die Auswirkungen der eigenen Interventionen könnten nur durch laufende Ermittlung des ECU-Wertes festgestellt werden. Erschwert würden die Interventionen einer Zentralbank außerdem dadurch, daß der Wert der ECU in ihrer eigenen Währung gleichzeitig durch die Interventionen aller anderen Zentralbanken beeinflusst würde, und zwar unabhängig von der verwendeten Interventionswährung. Nicht zuletzt müßten Regeln für die Wahl der Interventionswährung aufgestellt werden, wobei die relative Position der Partnerwährungen innerhalb ihrer Schwankungsmarge, ihr Gewicht im ECU-Korb sowie eine Reihe anderer Faktoren zu berücksichtigen wären.

Aus all diesen Gründen wäre bei einer Entscheidung zugunsten des Korbsystems das Interventionssystem äußerst kompliziert geworden. Damit soll nicht gesagt werden, daß ein solches System nicht funktionieren könnte, insbesondere wenn man es mit einem etwas geringeren Grad an Präzision steuern würde. Die entscheidende Frage war aber: Lohnt sich überhaupt die Errichtung eines derart komplizierten Systems?

Einige Befürworter der Korblösung sahen einen Vorteil dieses Systems darin, daß die Initiative zu Investitionen mehr bei den Notenbanken und weniger bei den Geschäftsbanken liegen würde. Die letzteren wären zwar ebenfalls über die Entwicklung der ECU-Werte und die allgemeinen Interventionsregeln informiert. Sie wüßten aber nicht mit Sicherheit, in welchen Währungen die Zentralbanken in einer konkreten Situation intervenieren würden. Diese systemimmanente Unsicherheit würde möglicherweise die Spekulation erschweren. Von anderer Seite

wurde dem jedoch entgegengehalten, daß gerade die größere Unsicherheit zu verstärkter Spekulation führen könnte.

Wichtiger als diese oder ähnliche Fragen sind die eigentlichen Kernprobleme des Korbsystems. In einem Korbsystem würde in der Regel — im Gegensatz zu einem Gitter bilateraler Paritäten — nur jeweils eine Notenbank die Schwankungsmarge ausschöpfen und zu Interventionen verpflichtet sein. Während sich ein Paritätensystem wie die „Schlange“ mehr an den stabilen Gemeinschaftswährungen orientiert, würde die ECU im Korbsystem den Gemeinschaftsdurchschnitt repräsentieren. Das bedeutet, daß die Verteilung der Anpassungslasten zwischen den einzelnen Mitgliedstaaten, insbesondere zwischen Defizitländern einerseits und Überschußländern andererseits, im wesentlichen durch die Abweichung der nationalen Inflationsraten vom EG-Durchschnitt bestimmt würde.

Dieses Konzept der Abweichung vom Gemeinschaftsdurchschnitt als Kriterium für Anpassungsmaßnahmen könnte für Währungen attraktiv sein, die sich tendenziell nahe bei diesem Durchschnitt bewegen. Auf längere Frist wird ein Land darauf achten müssen, daß sich der „effektive Wechselkurs“, d. h. der gewogene Außenwert gegenüber den wichtigsten Handelspartnern, in etwa in Übereinstimmung mit den „underlying conditions“ bewegt. Die Änderungen des gewogenen Außenwerts sollten die Preis- und Kostendisparitäten soweit kompensieren, wie es der Ausgleich der Zahlungsbilanz erfordert. Das Korbsystem, das auf eine Stabilisierung des ECU-Werts orientiert ist, wäre daher für solche Länder reizvoll gewesen, die von ihm eine Angleichung der Preis- und Kostendisparitäten ohne größere Veränderung ihrer Wirtschaftspolitik hätten erwarten können.

Länder mit tendenziell starker oder schwacher Währung hingegen würden sich in einem Korbsystem im allgemeinen schneller und häufiger in einer Abweichposition gegenüber der ECU befinden. Trotzdem befürworteten Länder mit schwächerer Währung dieses System, da es ihrer Auffassung nach eine bessere Symmetrie der Anpassungsverpflichtungen zwischen Defizit- und Überschußländer bewirkt hätte als das bisherige „Schlange“-System. Dabei verstehen diese Länder unter „besserer Symmetrie“ eine Erleichterung ihrer eigenen Anpassungslasten und eine stärkere Belastung der Überschußländer mit Anpassungsverpflichtungen.

Für Hartwährungsländer, insbesondere für die Bundesrepublik, allerdings könnte die Orientierung am Gemeinschaftsdurchschnitt, verbunden



mit einseitigen Interventionen im Falle einer Abweichung vom Durchschnitt, gravierende Probleme mit sich bringen. Die Bundesbank müßte — im Vergleich zu einem System bilateraler Paritäten — mit häufigeren und umfangreicheren Interventionen rechnen, durch die die deutsche Geldpolitik erheblich beeinträchtigt werden könnte.

Dieses Konzept der Abweichung vom Gemeinschaftsdurchschnitt als Aktionskriterium ist nicht so revolutionär, wie es auf den ersten Blick erscheinen mag. Im Bretton-Woods-System waren die Paritäten an den Dollar als Standard des Systems gebunden. Obwohl damals die „effektiven Wechselkurse“ nicht im Vordergrund der Überlegungen standen, wurde der Dollar als eine Art „Durchschnitt“ betrachtet, an dem sich die anderen Währungen orientierten. Die IWF-Mitglieder richteten zu diesem Zweck ihre interne Geldpolitik weitgehend an dem von den USA vorgegebenen Standard aus. Das garantierte ein weitgehend stabiles System, weil die USA bis zum Ende der 60er Jahre zugleich auch die Verhaltensnorm hinsichtlich der Inflationsrate vorgaben. Nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems in den frühen 70er Jahren, als die großen Währungen zum Floating übergegangen waren, sah man im Konzept der „effektiven Wechselkurse“ die Lösung. Es konnte daher nicht überraschen, daß dieses auch bei der Konstruktion des EWS eine wesentliche Rolle spielte.

Hätte man sich für die Korblösung und damit für den Durchschnitt der in der Gemeinschaft stark divergierenden Inflationsraten als Standard entschieden, so müßten einige Defizitländer ihre währungspolitische Disziplin verstärken, wenn sie anhaltende Interventionen und letztlich Wechselkursanpassungen vermeiden wollten. In einer inflationären Welt mit zweistelligen Inflationsraten — selbst innerhalb der Gemeinschaft — wäre das sehr wünschenswert, wenn auch nicht ausreichend. Andererseits hätten Überschußländer nicht ohne weiteres ein Abbröckeln der bisher erzielten Stabilitätserfolge hingenommen, nur um sich dem Gemeinschaftsdurchschnitt anzupassen. Mehr Inflation in den Hartwährungsländern würde die durchschnittliche Inflationsrate in der Gemeinschaft erhöhen, den Außenwert der ECU schwächen und die außenwirtschaftlichen Zwänge der anderen Partner lockern.

Auch dem Bremer Kommuniqué zufolge wird ein System für eine engere währungspolitische Zusammenarbeit nur dann erfolgreich sein, „wenn die Teilnehmerländer eine Politik verfolgen, die sowohl im Inland

als auch im Ausland zu einer größeren Stabilität führt; dies gilt gleichermaßen für Defizit- und Überschußländer“.

Während manche Mitgliedstaaten dieses Stabilitätsziel besonders betonten, legten andere Länder mehr Gewicht auf die „Symmetrie“ der Anpassungslasten. In Anbetracht der relativ umfangreichen Währungsreserven der EG-Länder und der praktisch unbegrenzten Kreditmöglichkeiten der Defizitländer wären diese jedoch nicht so schnell unter Anpassungsdruck geraten wie in den 50er oder 60er Jahren. Dagegen wären die Überschußländer im Korbsystem relativ schnell und häufig an die Interventionsgrenzen gestoßen. Eine nach oben abweichende Währung — insbesondere eine stabile Währung wie z. B. die D-Mark — wäre so unter Umständen zur Anpassung gezwungen worden, und zwar ohne Rücksicht auf die Ursache des Ungleichgewichts. Das umfangreiche Kreditpotential im Rahmen des EWS hätte dieses Ungleichgewicht der Anpassungslasten noch weiter zu Lasten der Gläubigerländer verschoben.

Insbesondere aus stabilitätspolitischen Erwägungen haben die Finanzminister und Notenbankgouverneure der EG das Korbsystem verworfen und sich zugunsten eines Paritätengitters entschieden. Allerdings sind auch mit diesem Konzept nicht alle unerwünschten und problematischen Implikationen des ursprünglichen Vorschlags beseitigt. Auch das dem „Schlange“-System ähnliche Paritätengitter stellt keine Garantie für Stabilität dar. Ein wichtiger Unterschied besteht aber darin, daß sich in diesem System die Interventionen nicht einseitig auf eine abweichende Währung konzentrieren. Vielmehr erreichen immer zwei Währungen gleichzeitig die jeweils entgegengesetzte Interventionsgrenze. Außerdem treten nicht die mit der Wahl der Interventionswährung verbundenen Probleme auf. Vor allem aber wird der Gemeinschaftsdurchschnitt nicht so sehr als Bezugsgröße des Systems betont, obwohl die Leitkurse ebenfalls in ECU festgesetzt werden.

Die Erfahrungen mit dem Europäischen Währungsverbund haben gezeigt, daß auch in einem System bilateraler Paritäten umfangreiche Interventionen erforderlich werden können. Es sei nur daran erinnert, daß im Herbst letzten Jahres innerhalb von 3 1/2 Monaten die Nettowährungsreserven der Bundesbank um fast 13 Mrd. DM zugenommen haben, wovon 10 Mrd. DM auf Interventionen innerhalb der „Schlange“ zurückzuführen waren. Das Realignment zwischen den „Schlange“-Ländern vom 15. Oktober 1978 hat die spekulativen Kapitalbewegungen zwar beendet; es ist aber deutlich geworden, welches Ausmaß die Interventionen in einem um die großen bisher unabhängig floatenden EG-Währungen



erweiterten EWS annehmen könnten. Die umfangreichen Kreditfazilitäten dürften das potentielle Interventionsvolumen noch vergrößern. Die Stabilitätsrisiken sind somit erheblich, wenn es nicht gelingt, die Ursachen der Ungleichgewichte zwischen den Mitgliedstaaten zu verringern.

Das Konzept der Abweichung vom Gemeinschaftsdurchschnitt ist in den Entscheidungen über das EWS nicht völlig aufgegeben worden. Es tauchte in abgeschwächter Form wieder auf in Form des Abweichungsindikators. Dieser soll darüber Auskunft geben, ob eine der EWS-Währungen sich deutlich anders entwickelt als die übrigen Währungen. Dabei wird die Abweichung des ECU-Tageswertes vom ECU-Leitkurs der einzelnen Währungen als Maßstab benutzt. Bei Erreichen einer bestimmten Abweichungsschwelle wird die Vermutung begründet, daß Maßnahmen zum Abbau von Spannungen zu ergreifen sind. Das Ziel ist, einseitige Entwicklungen im System rechtzeitig zu erkennen und, falls erforderlich, zu beseitigen, möglichst bevor die Währung mit der abweichenden Tendenz den Interventionspunkt zu einer anderen Währung erreicht.

Strittig waren bei der Diskussion dieses Indikator-Konzepts vor allem die Konsequenzen, die aus dem Aufleuchten des Indikatorsignals zu ziehen sind. Einige Mitgliedländer forderten eine generelle Verpflichtung der Notenbanken zu automatischen intramarginalen Interventionen bei Erreichen der eigenen Auslöseschwelle sowie zur Bereitstellung der eigenen Währung für intramarginale Interventionen anderer Notenbanken. Das hätte für abweichende Gläubigerländer zusätzliche Anpassungspflichten zur Folge. Für Notenbanken, deren Währungen in derartigen Situationen vor Erreichen ihres Interventionspunkts gestützt worden wären, die folglich ohne zwingenden Anlaß zu Schuldnern geworden wären (Schuldner wider Willen), sollte dagegen eine Sonderbehandlung vorgesehen werden, d. h. der Ausgleich der aus intramarginalen Interventionen herrührenden Schuldsalden sollte aufgeschoben werden. Andere Mitgliedstaaten waren nicht bereit, das Indikatorkonzept in dieser Form zu akzeptieren. Es hätte zu viele Elemente des Korbsystems in das Paritätengitter-System gebracht. Ihrer Auffassung nach sollte das Erreichen der Abweichungsschwelle nur zum Anlaß für Konsultationen genommen werden. Der Indikator zeige lediglich eine Abweichung vom Durchschnitt an und könne deshalb keine ausreichende Grundlage für Anpassungsmaßnahmen sein. Der Kompromiß wurde schließlich in der bereits erwähnten „Vermutung zum Handeln“ gefunden, die durch den jeweils betroffenen Mitgliedstaat widerlegt werden kann.

Die Verwendung der ECU als Abweichungsindikator hat weitgehend dieselben grundlegenden Nachteile, die schon zur Ablehnung des Korbsystems geführt haben. Das tatsächlich verwirklichte System, in dem keine automatischen Interventionen als Folge der Indikatoranzeige mehr vorgesehen sind, dürfte allerdings nicht so problematisch sein, wie gelegentlich befürchtet wird. Es kann durchaus nützliche Entscheidungshilfen für die EWS-Teilnehmer liefern, z. B. hinsichtlich einer eventuellen Anpassung des Leitkurses, die für ein stabilitätsbewußtes Land u. U. das letzte Mittel sein kann, um eine Angleichung der eigenen Preisentwicklung an den höheren Gemeinschaftsdurchschnitt zu verhindern. Eine Gefahr liegt jedoch darin, daß das Interventionsvolumen vergrößert werden könnte, wenn man den intramarginalen Interventionen im Rahmen der möglichen Anpassungsmaßnahmen Priorität einräumte. Dem steht das Argument gegenüber, daß Interventionen die schnellste Maßnahme mit den besten Erfolgsaussichten darstellen, um vorübergehenden Spannungen auf den Devisenmärkten zu begegnen.

#### **IV. Die ECU als Reserveinstrument im EWS**

Ein Anfangsbestand an ECU wurde dadurch geschaffen, daß die beteiligten Notenbanken 20 % ihrer Bestände an Gold und US-Dollar beim Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit gegen Guthrift von ECU hinterlegten. Man darf wohl davon ausgehen, daß die Bereitschaft der Notenbanken, ECU anzunehmen, noch für geraume Zeit genauso auf ihrer Unterlegung durch Reserven beruht wie auf der im System vorgesehenen Annahmeverpflichtung. Man kann natürlich meinen, daß die ECU mindestens so attraktiv wie z. B. der US-Dollar sein sollte, der in den letzten Jahren bekanntlich einer erheblichen Werterosion ausgesetzt war. Für die ECU als eine Schöpfung der Gemeinschaft aber sollten schließlich alle Mitgliedstaaten besondere Verantwortung empfinden. Wenn in einigen Ländern trotzdem Bedenken geäußert wurden gegenüber der ECU in ihrer Funktion als gemeinsames Reserveinstrument, so bezogen sich diese im wesentlichen auf die Liquiditätsschöpfung über die im System vorgesehenen umfangreichen Kreditfazilitäten. In der Schaffung von ECU gegen Hinterlegung bereits existierender Währungsreserven dagegen wurden — von Schwierigkeiten insbesondere rechtlicher Art in einigen Mitgliedstaaten abgesehen — kaum Probleme erblickt.

Die Diskussion über die Ausgestaltung der Reservefunktion der ECU konzentrierte sich im wesentlichen auf das Gesamtvolumen und die Mo-

dalitäten der ECU-Schaffung. Vor allem die Frage, ob bereits in der Anlaufphase des EWS ECU gegen Einbringung nationaler Währung geschaffen werden sollen, gab Anlaß zu Differenzen. Es ist in der Tat kaum möglich, diese wichtige und weitreichende Entscheidung zu treffen, ohne zuvor klarere Vorstellungen über die Stellung und Funktion des künftigen Europäischen Währungsfonds zu entwickeln. Eine Möglichkeit besteht darin, daß der Fonds dem IWF nachgebildet wird; zumindest deuten die Hinterlegung nationaler Währungen und die Ausweitung der konditionierten Kredite darauf hin. Die Befugnisse des Fonds in seiner endgültigen Gestalt dürften weitgehend vom Funktionieren des EWS während der Anlaufphase abhängen. Auf jeden Fall würde es für das endgültige System und die zukünftige Rolle des Fonds nichts Gutes heißen, wenn die Mitgliedstaaten die Wechselkursstabilität ausschließlich vom Interventionsmechanismus und der Kreditausstattung des EWS erwarten und keine nennenswerten Fortschritte in Richtung auf eine bessere Konvergenz der wirtschaftlichen Entwicklung erzielen würden.

## **V. Mögliche Ausweitung der Verwendungsmöglichkeiten der ECU**

Die Wechselkurse reflektieren sowohl die aktuelle relative Bewertung der verschiedenen Währungen am Devisenmarkt als auch die erwartete künftige Bewertung. Die Aussicht auf einen Abbau der Preisdisparitäten bei gleichzeitiger Verringerung des Inflationsdurchschnitts in der Gemeinschaft dürfte ein besonders wichtiges Element der Meinungsbildung am Markt sein. Das Vertrauen in die ECU als „Numéraire“ und Reserveinstrument des EWS würde dadurch gestärkt. Gleichzeitig würden die Aussichten verbessert für eine weitergehende Verwendung der ECU als eine europäische Parallelwährung oder sogar als europäische Einheitswährung.

Es erscheint mir allerdings unwahrscheinlich, daß die ECU diese Endstufe als Einheitswährung über die Zwischenstufe einer Parallelwährung sehr bald erreichen wird. Zwar wird die ECU für weitere Zwecke Verwendung finden; einer derartigen Entwicklung sind jedoch Grenzen gesetzt. Selbst eine ECU, die von Notenbanken zum Ausgleich der gegenseitigen Salden und als Reservemittel verwendet wird, wird sich im privatwirtschaftlichen Bereich nur schwer gegenüber den bedeutenderen nationalen Währungen durchsetzen können, die in den einzelnen Ländern den besonderen Status eines gesetzlichen Zahlungsmittels haben. Der Charakter der ECU als eine auf einem Währungskorb basierende



Einheit begrenzt gleichzeitig ihre Verwendbarkeit im privaten Bereich. Die Herausbildung einer einheitlichen europäischen Währung wird darüber hinaus sicher einen weiteren „Quantensprung“ politischer Entscheidungen erfordern.

### **Zusammenfassung**

#### **Die ECU als Bezugsgröße und Reserveinstrument im EWS**

Während die EWRE im früheren „Schlange“-System als bloße Verrechnungsgröße diente, erfüllt die ECU im EWS erheblich weiterreichende Funktionen als Bezugspunkt für die Leitkurse der Teilnehmerwährungen und Indikator für Wechselkursabweichungen sowie als Reserve- und Zahlungsmittel der EG-Zentralbanken. Die Ausgestaltung dieses auf der ECU als Zentrum aufgebauten Systems war Gegenstand heftiger Diskussionen. Gegen das von einigen Mitgliedstaaten zunächst favorisierte ECU-Interventionssystem, in dem der ECU-Wert selbst innerhalb einer bestimmten Marge verteidigt werden sollte (sogenanntes Korbsystem), sprachen neben technischen vor allem stabilitätspolitische Gründe. Auch in dem schließlich verwirklichten System bilateraler Paritäten, in dem allerdings die Leitkurse ebenfalls auf der Basis der ECU festgesetzt wurden, sind nicht alle Probleme des Korbsystems beseitigt. Vor allem das Konzept der Abweichung vom Gemeinschaftsdurchschnitt als Maßstab für die Verteilung der Anpassungslasten taucht — über den Abweichungsindikator — in abgeschwächter Form wieder auf. Die Beurteilung dieser Indikatorfunktion der ECU wird letztlich davon abhängen, welche Konsequenzen in der währungspolitischen Praxis aus dem Aufleuchten des Indikators gezogen werden. Gegenüber der Reservefunktion der ECU bezogen sich die Bedenken einiger Länder im wesentlichen auf die Liquiditätsschöpfung über umfangreiche Kreditfazilitäten. Generell muß gesagt werden, daß der Erfolg dieses auf der ECU basierenden Währungssystems nicht ausschließlich vom Interventions- und Kreditmechanismus erwartet werden darf; notwendige Voraussetzung dafür ist vielmehr eine Verbesserung der wirtschaftlichen Konvergenz. Auf dieser Grundlage kann die ECU auch — wenn auch anfangs wohl nur in begrenztem Umfang — für weitere Zwecke, insbesondere im privatwirtschaftlichen Bereich, Verwendung finden.

### **Summary**

#### **The ECU as a Yardstick and Reserve Asset in the EMS**

Whereas the European UA in the former “snake” system served merely as a unit of account, the ECU of the EMS fulfils substantially more far-reaching functions as a reference point for the key exchange rates of the participating currencies and an indicator of exchange rate divergence, and also as a reserve asset and means of payment for the EC central banks. The configuration of this system built up around the ECU at its centre was the subject of heated debate. Not only for technical reasons, but also on stabilization policy grounds, there was much to be said against the ECU intervention system initially

favoured by some member countries, in which the value of the ECU itself was to be defended within a certain margin (so-called basket system). And even in the system of bilateral parities which was finally put into effect, in which, however, the key exchange rates are likewise fixed on the basis of the ECU, not all the problems of the basket system have been eliminated. Above all, the concept of divergence from the community mean as a yardstick for distributing the burdens of adjustment reappears — in the shape of the divergence indicator — in a weakened form. The judgment on this indicator function will depend, in the final analysis, on what consequences follow the lighting up of the indicator in the way of practical monetary policy measures. With regard to the ECU's reserve-asset function, the misgivings of some countries related principally to the creation of liquidity via extensive credit facilities. In general, it must be said that the success of this ECU-based monetary system must not be expected to come exclusively from the intervention and credit mechanism; a necessary prerequisite is rather improvement of economic convergence. On this basis, the ECU can — through initially probably only to a limited extent — also be applied for other purposes, especially in the private sector.

### Résumé

#### **L'ECU, grandeur de référence et instrument de réserve dans le SME**

Si l'UMCE ne servait dans l'ancien système du „serpent“ que comme grandeur comptable, l'ECU exerce dans le SME des fonctions autrement importantes comme point de référence des taux-pivots des monnaies participantes, indicateur de divergences de cours et moyen de réserve et de règlement des banques centrales de la Communauté Européenne. La construction de ce système centré sur l'ECU fit l'objet de vives discussions. Des motifs techniques, mais surtout des raisons de politique de stabilité militaient contre un système d'intervention de l'ECU que certains Etats membres auraient favorisé, système dans lequel la valeur même de l'ECU aurait été défendue à l'intérieur d'une marge déterminée (système du panier). Finalement, dans le système adopté de parités bilatérales, dans lesquelles les taux-pivots sont néanmoins définis sur la base de l'ECU, tous les problèmes du système du panier n'ont pas été éliminés. En particulier réapparaît sous une forme édulcorée — par le biais de l'indicateur de divergence — le concept de l'écart de la moyenne communautaire comme critère de la répartition des charges d'adéquation. Le jugement de cette fonction d'indicateur de l'ECU dépendra en fin de compte des conséquences que l'on tirera en politique monétaire concrète des avertissements de l'indicateur. Certains pays ont fait état de leurs préoccupations au sujet de la fonction de réserve de l'ECU en raison essentiellement de la création de liquidités via de larges facilités de crédit. Sur un plan général, l'on est obligé de dire que la réussite de ce système monétaire basé sur l'ECU ne peut être exclusivement escomptée du mécanisme d'intervention et de crédit; la condition nécessaire est plutôt l'amélioration de la convergence économique. Sur cette base, l'ECU pourra — bien que modestement au début — servir à d'autres fins encore, notamment dans le secteur économique privé.